

INNSIDEINFORMASJON

DE LEGE LATA

Kandidatnummer: 625

Leveringsfrist: 25. april 2013

Antall ord: 8048



INNHOLDSFORTEGNELSE

1	INNLEDNING	1
1.1	Problemstillingen.....	1
1.2	Systematisk plassering av emnet	4
1.3	Rettskildebildet og juridisk metode	4
1.4	Hensynene bak/legislative betraktninger	12
1.5	Et tilbakeblikk – historikk	14
2	INNSIDEBEGREPET	18
2.1	Innledning	18
2.2	Presise opplysninger	20
2.3	Merkbart	22
2.4	Offentlig eller allment kjent	24
2.5	Misbruk av innsideinformasjon	24
2.6	Forpliktelser for den som får eller har kjennskap til innsideinformasjon.....	25
2.7	Tilsyn	26
2.8	Sanksjoner	26
3	KONKLUSJONER, RETTSPOLITISKE BETRAKTNINGER, DE LEGE FERENDA	28
4	LITTERATURLISTE OG ØVRIGE KILDER.....	32

1 Innledning

1.1 Problemstillingen

Hva skjuler seg bak innsidebegrepet? Når er en opplysning innsideinformasjon, og når er den det ikke? Hvem er innsider? Hvordan har begrepet utviklet seg over de tre siste ti-årene, og hvordan er reglene i dag? Hvor hører de hjemme i det rettslige landskapet? Hvordan ser rettskildebildet ut? Reiser tolkning i lys av EU/EØS-retten særlige problemer? Hva er hensynet bak reglene, og hvilke teorier ligger til grunn? Hva er utfordringene for aktørene i verdipapirmarkedet for at de ikke skal trå feil? Hvorfor er innsidehandel straffbart? Og kanskje det mest grunnleggende spørsmålet: Hvorfor må vi ha regler mot innsidehandel?

Min interesse for emnet ble vakt på Lucy Smiths prøveforelesning (god stemning i auditorium 4, som var fylt til randen, få visste hva «insider trading» var) over selvvalgt emne 13. februar 1981. Forelesningen er offentliggjort i TfR 1983 side 145. Hun påpeker i en mail: *«Det har skjedd mye på dette området siden den gang»*, og det skal være visst. Fra å ikke være regulert i det hele tatt til å bli en del av systemet i det som er blitt en av våre mest gjennomregulerte næringer.

Formålet med fremstillingen har vært å forstå reglene om innsidehandel, fremstille dem ved å benytte gjengs rettsdogmatisk metode og klargjøre begrepene i forhold til dagens norske forhold. Det er et interessant tema som spenner fra området i krysningen mellom privatrett og offentligrettslige reguleringer med bl.a. strafferett, til andre disipliner som økonomisk teori – og til ikke minst påvirkningen fra utlandet, både globalt og i europeisk sammenheng.

Begrensningens kunst er særst vanskelig, da det er mange interessante problemstillinger, og det er mange andre aktuelle områder som er verd å undersøke, bankenes ansvar i kunderådgivning, tillitsmannens rolle i forhandlinger med kreditorene i obligasjonslån f.eks. Men det får ligge til andre...

Det har vært svært interessant å fordype seg i dette som har fascinert i over 30 år, og flott å kunne bruke ekstra med tid til å gå i dybden – og ad fontes, dvs. bl.a. til forarbeidene, som det ikke alltid blir tid til å gå inn i i en travel studiehverdag. Heller ikke besøk i retten hører regelmessig med, men det var interessant å være til stede i Høyesterett for å følge saken som er gått inn i rettssoga som Rt. 2012 side 629, sammen med både interesserte advokater, investorer og media. Videre har jeg snakket med representanter for to børsnoterte selskaper som er inngår i OBX-indeksen, Aker Solution og Statoil, om deres utfordringer i forhold til innsidereglene. Forskergruppen for selskaper, markeder, samfunn og miljø arrangerer studiebesøk for studenter til Oslo Børs og Finanstilsynet. Begge steder var bl.a. innsidehandel tema.

I Ot.prp.nr.34 (2006-2007) om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven) side 11 konstateres det at «[v]erdipapirmarkedets hovedoppgave er å formidle kreditt og egenkapital. Dette bidrar til kapitaloppbyggingen i samfunnet, og til at kapitalen kanaliseres dit den kaster mest av seg.» Tanken er at dette markedet må beskyttes utover den beskyttelse som blir den enkelte deltager til del, for at samfunnets samlede ressurser, skal kunne gjøre nytte for seg på best mulig måte. Det kan man bare oppnå ved at investorene har tillit til markedsfunksjonene.¹

En juridisk fremstilling skal være en fremstilling av gjeldende rett – de lege lata. Det er noen år siden siste teoretiske publisering om innsideproblematikken, så det skulle gi rom for selvstendige vurderinger, men likevel er det slik at formuleringer uttalt tidligere av kapasiteter på området får en egen aura av autoritet, som det er vanskelig å løsrive seg fra. Det er jo summen av juristfellesskapets synspunkter som gir «gjeldende rett».

Arbeidet med oppgaven har vært lærerikt og gitt innsikt i et område av jusen som ikke er så alminnelig kjent. Hva innsidereglene går ut på p.t. står klarere for meg. Det er gledelig at

¹ Myklebust. Side 351.

verdipapir-/finansmarkedsrett blir eget valgfag fra og med høsten 2013 ved Det juridiske fakultet ved Universitetet i Oslo.

Hjertelig takk til Silje, Caroline, Martin og Thomas for kontinuerlig og uvurderlig støtte!

1.2 Systematisk plassering av emnet

Systematisk sett hører reglene om innsidehandel inn under de generelle rammebetingelsene for tegning av og handel med verdipapirer, sammen med reglene om konsesjonskrav, begrensninger av eiere og posisjoner, tilbudsplikt, flaggings- og meldeplikt og forbudet mot kursmanipulasjon.²

Teknisk sett skjer det et kjøp/salg eller en byttehandel. Avtaleloven fra 1918 ivaretar hensynet til partene. Vi er på et spesialområde av avtale-/obligasjonsretten med visse særtrekk, like fullt er det de samme prinsipper og hensyn som skal ivaretas og gjør seg gjeldende.

De rettslige virkemidlene som står til rådighet er forebygging, ugyldighet og straffebestemmelser.³ Hovedvekten kan sies å ligge på forebygging gjennom normer som også delvis er selvpålagt av bransjen. Risikoen for straffeforfølgelse har trolig også en preventiv virkning.

Innsideproblematikken er aktuell for mange ulike verdipapirer. Her er hovedvekten lagt på å belyse utfordringene for verdipapirer i et børsnotert selskap i form av aksjer, og systemet beskrives slik det er de lege lata i Norge pr. i dag.

1.3 Rettskildebildet og juridisk metode

Den vesentligste loven er lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) av 29. juni nr. 75, som skal skape tillit til prisfastsettelsen i markedet, særlig bestemmelsene i kapittel 3 med generelle atferdsbestemmelser, kapittel 4 vedrørende meldeplikt, kapittel 5 vedrørende løpende og periodisk informasjonsplikt, offentliggjøring mv., kapittel 15 om

² Bergo

³ Smith. Side 156.

tilsyn og kapittel 17 vedrørende sanksjoner. For børsnoterte aksjer er lov om regulerte markeder av 29. juni 2007 nr. 74 (børsloven) naturlig nok en viktig rettskilde. Den legger til rette for å skape tillit til organiseringen av markedsplassen. Forarbeidene til disse lovene gir god veiledning for tolking av bestemmelsene.

Ved ikke å bli medlem i EU, skulle Kongeriket Norge ikke avgi myndighet til det overnasjonale nivå i Brussel. Det er Høyesterett som har siste ord om hva som er juridisk rett, jf. Grunnloven § 88. Hovedoppgaven er å skape rettsenhet, rettsavklaring og rettsutvikling.⁴ Høyesterett tar hensyn til avtalen med EU om «Det europeiske økonomiske samarbeidsområdet (EØS)», da § 1 i lov av 27. november 1992 nr. 109 om gjennomføring av hoveddelen i EØS-avtalen (EØS-loven) sier at den «skal gjelde som norsk lov». Jeg vil nå drøfte hvilken betydning det har på verdipapirrettens område og for innsideproblematikken.

Kapitalen er internasjonal, hevdes det. Norge har gjennom det økonomiske samarbeidet med EU tilgang til et «barrierefritt» marked som nå omfatter 30 land. En betydelig mengde EU-reguleringer må hensyntas i utformingen av gjeldende norsk rett. EØS-lovens ikrafttreden var 1. januar 1994, og øvrig norsk lovgivning ble tilpasset EØS-avtalens krav. Innledningen/fortalen er ikke med, men inngår definitivt som en del av betraktningene ved tolkning. Norge er gjennom EU/EØS-samarbeidet forpliktet til løpende å gjennomføre/inkorporere en del EU-rett i norsk rett bl.a. på verdipapir- og børsrettens område. Dette kalles sekundærlovgivning eller vedlegg til EØS-avtalen.

Gjennom rådsdirektiver, implementeringsdirektiver og implementeringsforordninger har man gjennomført reguleringer som skal ivareta hensynene til et effektivt og tillitsvekkende verdipapirmarked. De viktigste någjeldende er rådsdirektiv 2003/6 om innsidehandel m.m. og det såkalte Market Abuse Directive (MAD), rådsdirektiv 2006/71 om prospekt og MiFID. Det siste hjemler systemet med «Europapass» hvoretter verdipapirforetak kan yte in-

⁴ <http://www.regjeringen.no/nb/dep/jd/dok/nouer/2001/nou-2001-32/17/1.html?id=378907>

vesteringstjenester i alle EØS-land med basis i sin tillatelse i hjemlandet, uten at vertslandene kan stille egne konsesjonskrav.

Også de generelle prinsippene i Norges EØS-avtale kan være aktuelle tolkningsmoment, såsom prinsippene om fri kapitalbevegelse og fri flyt av tjenester.

Den eskalerende utviklingen som har funnet sted siden 1990-tallet, kan karakteriseres som «en stille revolusjon». Mengden av rettskilder man skal ta stilling til er mangfoldige og de internasjonale kildene er kanskje mindre tilgjengelige enn de interne, som man er mer familiær med. Dette kompliserer rettsanvendelsen. «[S]elve den juridiske metode – rettskildelæren – er endret nokså fundamentalt. Fra en nasjonalt forankret metode, hvor internasjonal rett var et spesialfelt for de få, som kom inn som et litt eksotisk supplement til norsk rett, er situasjonen i dag at de fleste rettsområder er påvirket av internasjonaliseringen.»⁵ For å komme frem til gjeldende norm på det nasjonale plan, må rettsanvenderen ofte forholde seg til internasjonal rett. Det klassiske spørsmålet blir: Hvilken betydning har internasjonale krav til norsk rett når norske domstoler skal ta stilling til rettsspørsmål? Oppfatningen om at det er folkerett og dermed kun veiledende for intern rett, er ikke lenger dominerende.

Vårt land har lenge vært forpliktet av internasjonale konvensjoner til å tilpasse intern lovgivning. Vi har hatt frivillig harmonisering, eksempel på det var det utstrakte nordiske lovsamarbeid i forrige århundre. Dog har kravene økt både i mengde, styrke og kvalitet. Det kan sondres mellom samarbeids- og **rettsutviklende** konvensjoner.

De siste forplikter medlemsstatene til å bringe nasjonal rett i samsvar med konvensjonens krav, enten direkte ved ratifikasjon eller tiltredelse (jf. de fleste europeiske land) eller de må gjennomføres ved nasjonal lovgivning i medlemsstatene (jf. Skandinavia og Storbritannia).

⁵ Arnesen. Side 13.

De rettsutviklende konvensjoner tar enten sikte på a) å heve rettsbeskyttelsen på et område til et minimumsnivå slik som f.eks. menneskerettskonvensjonene og kalles minimumskonvensjoner, eller b) å harmonisere rettstilstanden i medlemslandene og kalles **harmoniseringskonvensjoner**. De er ment å gjennomføre en bestemt regulering.

Det sondres gjerne mellom de harmoniseringskonvensjoner som tar sikte på at medlemsstatenes rettsregler skal bli likeartede, men ikke nødvendigvis like, og dem som tar sikte på å etablere egentlig rettsenhet, dvs. at rettstilstanden skal være den samme i alle medlemsland.⁶ Tradisjonelt er det benevnt som unifiserings-/lovkonvensjoner, i EU-retten totalharmoniseringskonvensjoner eventuelt bare som «harmoniseringskonvensjoner», og de forplikter medlemslandene til å gjennomføre konvensjonens regler, hverken mer eller mindre.⁷

Market Abuse-/markedsmisbruksdirektivet om innsidehandel (MAD) 2003/6/EF av 28. januar 2003 med implementeringsdirektivet og Kommisjonsdirektiv 2003/124/EC art. 1 nr. 1 og nr. 2 er et fullharmoniseringsdirektiv, og lovgiver forutsetter at i tilfelle motstrid med norsk rett må f.eks. vphl. § 3-2 tolkes i samsvar med direktivet.⁸

Direktiv for markeder for finansielle instrumenter (MiFID) og MiFID-gjennomføringsforordningen: “Commission Regulation (EC) No. 1287/2006 of 10th August 2006 implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council (*Europaparlaments- og rådsdirektiv*) as regards record-keeping obligations for investment firms, transaction reporting, market transparency, admission of financial instruments to trading, and defined terms for the purposes of that Directive”, er inkorporert via verdipapirforskriften § 15-1. Verdipapirforskriften av 29. juni 2007 nr. 876 er som en følge av dette blitt mer detaljert enn forutgående forskrifter.

⁶ Arnesen. Side 20.

⁷ Arnesen. Side 20.

⁸ Bergo. Side 264.

Det pågår for tiden en omfattende gjennomgang av all finanslovgivningen i EU, og kommisjonen har lagt frem et forslag til en forordning til erstatning av direktiv 2003/6/EF – MAR. Det skal ivareta utfordringene med et mer avansert handelsmarked bl.a. CO₂-håndtering,⁹ og innebærer en videre harmonisering av regelverket, som kan sies å være den nye trenden innen EU.

EU-direktivene er med andre ord ikke automatisk gjeldende norsk rett. Siden vårt rettssystem bygger på det såkalte «dualistiske prinsipp» må enten en norsk lov eller annen norsk rettsakt i medhold av lov inkorporere direktivene/forordningene for at de skal få virkning som norsk rett.¹⁰

På børss- og verdipapirsektoren har lovgiver oftest valgt å gi egne norske lov- og forskriftsregler (verdipapirforskriften og børsforskriften) som forutsettes å oppfylle våre EØS-forpliktelser. De bakenforliggende direktivene i utenlandsk språkdrakt blir viktige tolkningsredskap ved anvendelsen av de norske reglene. Når det ikke er holdepunkter for noe annet, kan vi anta at lovgiver ønsket å oppfylle EØS-avtalens folkerettslige forpliktelser. Dette kan få praktisk konsekvenser, fordi de norske implementeringsakter kan være unøyaktig gjennomført, enten fordi lovgiver feilaktig har ment at en bestemt forståelse er riktig eller har misforstått.

For EØS-området er det EFTA-domstolen som er øverste domstol. Imidlertid er det EU-domstolen med sin utpregede dynamiske rettsfastsettelse som kan sies å ha siste ord i EU/EØS-sammenheng. EØS-avtalen tolkes av de internasjonale domstoler slik at det legges mer vidtrekkende begrensninger på medlemsstatene enn man nok forutså da den ble tiltrådt. Illustrerende eksempler er forståelsen av traktatbestemmelsene om de fire frihetene – fri flyt av varer, personer, kapital, tjenester (og etablering) som har vært lagt til grunn av

⁹ <http://europolov.no/rettsakt/markedsmissbruksdirektivet-om-innsidehandel/id-3055>

¹⁰ Bergo. Side 17.

EU- og EFTA-domstolene. Hvis et spørsmål ikke er løst i gjeldende regler, vil EU-domstolen gjerne se på formålet med bestemmelsene og legge vekt på disse.

Fremgangsmåten for den juridiske metode kan beskrives som følger:¹¹

- 1) For å komme frem til den internasjonale rettsregelen, må det internasjonale rettsstoffet tolkes i samsvar med den rettslige metode som gjelder for det rettssystemet regelen tilhører, fordi metodekravene kan variere med rettssystemene.
- 2) Den internasjonale regelen må konfronteres med våre rettskilder for å komme frem til den reglen som gjelder her i landet/den nasjonale rettsregelen. Denne prosessen er underlagt nasjonale rettskildenorner, utledet av Høyesteretts praksis.
- 3) Det kan godt være den samme teksten som danner utgangspunktet for både fastsettelsen av den internasjonale og den nasjonale reglen. F.eks. når en konvensjon er inkorporert i norsk rett slik som EØS-avtalens hoveddel. Ut ifra «dualismesynspunktet» er det naturlig å se på dem som to regler og opprettholde ideen om det nasjonale rettssystem som et selvstendig normsystem, som riktignok påvirkes av de internasjonale systemene, men som ikke er smeltet sammen med disse. Men den prinsipielle forskjell mellom de to sett av normer, må ikke overdrives. Det kan tenkes at det utledes forskjellige regler av samme tekstgrunnlag, men oftest vil reglene ha samme innhold.
- 4) Behovet for å benytte internasjonal metode oppstår i praksis først og fremst i tilfelle hvor det foreligger tolkingsrom. Er konvensjonsteksten klar eller finnes det en avgjørelse som tillegges utslagsgivende vekt – hva normen går ut på, er det lite rom for metodiske overveielser. Men jo større uklarhet, dess større blir behovet for selvstendig metodeanvendelse. Er ikke spørsmålet løst og heller ingen uttalelse innhentet EØS-rettens område fra hverken EU- eller EFTA-domstolen, må man legge seg så nær tidligere praksis som mulig. Det er ikke etter norsk tradisjon særlig rom for å videreutvikle normen.

Høyesterett har i høy grad blant norske jurister ført an i å bli fortrolig med å gjøre EU-rett til norske, gjeldende normer. Arnesen fremhever at «[d]et er vårt inntrykk at drivkraften i

¹¹ Fritt etter Arnesen.

utviklingen av den juridiske metode ... har vært ... Høyesterett. Fra tradisjonelt å ha vært hovedsakelig nasjonalt orientert, har Høyesterett – eller i alle fall en betydelig andel av dommerne der – gjennomgått en forvandling til en internasjonalt orientert og progressiv kraft i den norske rettsutviklingen.»¹² En god illustrasjon er rettsaken som er gjengitt i Rt. 2012 side 629, premiss 7, der førstvoterende fastslår at «[d]e norske reglene om innsidehandel bygger på Europaparlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF av 28. januar 2003 om innsidehandel og kursmanipulasjon (markedsmisbruksdirektivet) og kommisjonsdirektiv 2003/124/EF av 22. desember 2003 om gjennomføring av Europaparlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til definisjon og offentliggjøring av intern viten og definisjon av kursmanipulasjon (første kommisjonsdirektiv).»

Et godt eksempel på Høyesteretts kompetente fremstilling av EU/EØS-reglene på området gir høyesterettsdommer Kristin Aarum i Rt. 2012 side 629:

- «(42) Jeg kan imidlertid ikke se at den tolking av verdipapirhandelloven § 2–2 første jf. tredje ledd jeg har lagt til grunn, er i strid med EU-retten.
- (43) Som det er redegjort for i Ot.prp.nr.12 (2004–2005) side 8–9, har EU på verdipapirområdet besluttet en regelstruktur basert på ulike nivåer. Rammedirektivet, som er vedtatt av Europaparlamentet og Rådet, fastlegger hovedregler og prinsipper, mens kommisjonsdirektivene fastsetter detaljregler på et lavere nivå som kan sammenlignes med forskrifter i norsk rett.
- (44) Markedsmisbruksdirektivet artikkel 1 nr. 1 har denne ordlyd:
 «1. 'Inside information' shall mean information of a precise nature which has not been made public, relating, directly or indirectly, to one or more issuers of financial instruments or to one or more financial instruments and which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of those financial instruments or on the prices of related derivative financial instruments.»
- (45) Direktivet ble implementert ved første kommisjonsdirektiv som definerer innsideinformasjon i artikkel 1 nr. 2:
 «For the purposes of applying point 1 of article 1 of Directive 2003/6/EC, 'information which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of financial instruments or related derivative financial instruments' shall mean information a reasonable investor would be likely to use as part of the basis of his investment decisions.»
- (46) I denne bestemmelsen fremstår den fornuftige investor-testen klart som en *definisjon* av hva som menes med informasjon som har «significant effect». Etter mitt syn må kommisjonsdirektivets definisjon oppfattes som en presisering av rammedirektivets definisjon som kommisjonen hadde fullmakt til å foreta.

¹² Arnesen: Side 14.

- (47) Denne forståelsen er fulgt opp av EU-kommisjonen i en evalueringsrapport 20. april 2009, og i forslag til Market Abuse Regulation 20. oktober 2011 (COM (2011) 651 Final) artikkel 6 nr. 1 a jf. nr. 3.
- (48) Også EU-domstolen har oppfattet definisjonen i første kommisjonsdirektiv artikkel 1 nr. 2 som en definisjon av begrepet innsideinformasjon i markedsmisbruksdirektivet artikkel 1 nr. 1. Jeg viser her til følgende uttalelse i EU-domstolens dom 23. desember 2009 i Spectorsaken (sak C-45/08) avsnitt 68:
«As stated in paragraph 51 above, the expression 'inside information' as defined of Article 1 (1) of Directive 2003/6, is characterised, in particular, by the fact that, if that information were made public, it 'would be likely to have a significant effect on the price of [the] financial instruments [concerned] or on the price of related derivative financial instruments', that concept having itself been defined in Article 1 (2) of Directive 2003/124 as being 'information which a reasonable investor would be likely to use as part of the basis of his investment decisions'.»
- (49) Som det fremgår, blir kravet til «significant effect» også her definert ved en henvisning til den fornuftige investor-testen i første kommisjonsdirektiv.
- (50) De ankende parter har anført at det svekker betydningen av uttalelsen at definisjonen av innsideinformasjon ikke var tvistetema i saken. Dette er i og for seg riktig. Jeg ser det likevel slik at uttalelsen viser hvordan EU-domstolen oppfatter definisjonen i første kommisjonsdirektiv artikkel 1 nr. 2.
- (51) Min konklusjon er på denne bakgrunn at innsidedefinisjonen i norsk rett samsvarer med definisjonen i EU-retten, og at det således ikke kan innfortolkes et særlig krav om en kvantifiserbar kurspåvirkningseffekt.

Her er det, som jeg vil komme tilbake til under punkt 2.3, forskjellige oppfatninger blant ledende norske jurister, vi kan kanskje ane en viss utvikling av forståelsen av «merkbar-kriteriet» etter den siste avgjørelsen i Børsklagenemnden?

Rettskildemessig av en viss interesse¹³ er både at Oslo Børs utferdiger sirkulærer og Finanstilsynet rundskriv med anbefalinger til aktørene vedrørende tolking av regelverket og uttalelser fra disse instansene.

Også avgjørelsene i Børsklagenemnda og børsens egen praksis kan gi veiledning i tolking av normene.

¹³ Bergo. Side 16.

1.4 Hensynene bak/legislative betraktninger

I en ideell verden der verdipapirmarkedet funksjonerte optimalt, ville alle handlende ha tilgang til den samme informasjonen samtidig. Det forsøker man å oppnå ved hjelp av regler om innsidehandel. Ellers vil aktørene kunne miste tilliten til at de deltar på en markeds plass som ikke forskjellsbehandler noen.

På femti år har vi gått fra en lukket planøkonomi til en åpen markedsøkonomi. Betydningen av at tilliten til markedsmekanismene er til å stole på, har økt, for det er store samfunns messige verdier som forvaltes på verdipapirmarkedet. Også den gradvise privatisering av statlige foretak har bidratt til at enda mer av disse verdiene er i spill. Samfunnsforholdene til enhver tid vil gi premissene for den beste problemløsning for regulering av innsidein formasjon. Til syvende og sist vil det bero på reelle hensyn og verdistandpunkter.¹⁴ Mange av EØS-reglene kan sies å gi uttrykk for verdier, som det kan være mye uenighet om. F.eks. at de støtter for mye opp om næringslivets behov.

Det er klart at hvis noen har kunnskap om noe som er egnet til å påvirke kursen i en eller annen retning, kan de ved å utnytte denne kunnskapen, tjene på det på bekostning av dem, som ikke har slik kunnskap.

Hvordan oppnås tillit i markedet? I likhet med mange av livets øvrige områder, er tillit en avgjørende faktor på finansområdet og er et gjennomgående stikkord. Handlene må foregå rettferdig, og alm. privat- og strafferettslige reguleringer er ikke tilstrekkelig. De er ikke innrettet på å regulere misbruk som skjer på et marked. Handlene foregår typisk ikke direkte mellom partene som i direktetransaksjoner, men oftest gjennom mellommenn.

Hensikten med innsidereguleringene er å bidra til/sørge for at markedene fungerer, slik at kapital og risiko fordeles riktig og effektivt. Kapitalen skal finne veien dit den kan brukes

¹⁴ Hagstrøm. Side 77.

mest mulig effektivt (gi avkastning gjennom å generere merverdi) slik at A) de som har stilt kapitalen til rådighet tjener på det økonomisk og at B) riktige og gode prosjekter blir igangsatt og realisert ved at disse prosjektene får tilgang til kapitalen/kan finansieres. Dessuten C) at det som fortjener å støttes får den oppslutning det fortjener. I tillegg kan det også være andre motiv enn rent økonomiske interesser som skal ivaretas; f.eks. miljømessige, samfunnsnyttige, sponsing eller anti-barnearbeid mv.

Det aktørene trenger er en rettferdig markedsplass, der alle blir så likestilte som mulig og all relevant informasjon legges frem for en korrekt prisdannelse

Det blir ofte hevdet at det ikke skader noen når en innsider selger/kjøper en aksjepost. Motparten var villig til å kjøpe/selge og ville sannsynligvis gjort det uansett. Men når noen har en gevinst, er det alltid noen andre som taper på det. Og fasiten er lett å regne på, for den gir seg utslag i kursen, som jo er prisen på aksjen. Dermed er det avgjørende for et godt funksjonerende annenhåndsmarked at førstehåndsmarkedet er optimalt, ellers ville det ikke være kjøpere av aksjene. For at tilliten skal oppnås/opprettholdes i førstehåndsmarkedet, må man kunne vite at man i annenhåndsmarkedet oppnår en «riktig» pris. Investor ser hen til om annenhåndsmarkedet er likvid (om det er noen som vil kjøpe og/eller at det er mye penger i omløp). Det er nødvendig med mange aktører som kjøper og selger. Annenhåndsmarkedet er en forutsetning for optimal kapitaltilførsel til fornuftige prosjekter og forehånder når selskapene skal hente inn ny kapital i førstehåndsmarkedet.

Faktum er at ikke alle har lik tilgang til informasjon vedrørende aksjene. Det vil forekomme at et antall personer vet noe mer enn andre, som kan utnyttes til å ta en gevinst på aksjemarkedet. Verdipapirmarkedene har også en funksjon for dem som ønsker å bruke aksjer til å få pengene til å yngle. Hele spekteret fra småinvestorer/-sparere til Statens pensjonsfond Utland bør være interessert i at spillereglene er like for alle, at ikke noen har en bedre utgangsposisjon. Heller ikke de som investerer i aksjefond er interessert i at noen andre tar gevinst på bekostning av aksjefondet med grunnlag av innsideinformasjon i aksjer som inngår i fondet.

Med grenseoverskridende muligheter, må man også ha grenseoverskridende kontroll. F.eks. kan man nå sitte f.eks. i Ungarn og handle aksjer på Oslo Børs. Da er likelydende regler for hele EU/EØS-området fordelaktig. EUs innsidehandeldirektiv forutsetter at norsk innsidehandelregulering oppfyller direktivets minstekrav.

Formålet med basisrettsakten er å bevare verdipapirmarkedets integritet og investorenes tillit til disse, bedre markedsoversikten, effektivisere omsetningen gjennom forbud mot innsidehandel og markedsmanipulasjon og krav om listeføring over personer med tilgang til innsideinformasjon samt rapportering av mistenkelige transaksjoner.

«De generelle atferdsreglene i verdipapirmarkedet, herunder reglene om ulovlig innsidehandel, [...] er sentrale for å bidra til å sikre omdømmet til det norske verdipapirmarkedet og dermed dets funksjon som velfungerende kapitalkilde.»¹⁵

Man kan sammenfatte hensynene bak innsidereglene med at de er med på å legge grunnlaget for et velfungerende verdipapirmarked, og at de skal gi like forutsetninger når noen bestemmer seg for å handle i markedet. Det er nedlagt store ressurser for å sikre effektive og tillitsvekkende finansmarkeder.¹⁶ Hvor vellykket det er, vil tiden vise.

1.5 Et tilbakeblikk – historikk

På prøveforelesningen i 1981 sa Lucy Smith ifølge referatet i TfR: «Rettslig sett kan begrepet [insider trading] betraktes som et samlebegrep for en type problemer som oppstår når en person ved kjøp og salg av aksjer misbruker fortrolig informasjon av betydning for

¹⁵ <http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/regpubl/prop/2012-2013/prop-1-s-20122013/6/1/3.html?id=701997>

¹⁶ Christiansen.

aksjeverdien.»¹⁷ Videre sa hun: «Det som vanligvis kalles «soft information» - dvs. ikke verifiserbare opplysninger, prognoser og vurderinger vedrørende selskapets fremtid – vil ofte være upålitelig informasjon, men vil gjennomgående være av vesentlig betydning for en investor. Mye taler for at man bør være mindre opptatt av om det dreier seg om fakta eller ei, og i stedet la det være avgjørende om det dreier seg om informasjoner som en alminnelig fornuftig investor vil tillegge vekt.»

Kjernen i det hun skriver, holder fortsatt selv om vi fått norske ord for å beskrive fenomenet, som innsider, innsidehandel, innsideinformasjon. Den «fornuftige investor-testen» er fortsatt det avgjørende argument ved bedømmelsen om det foreligger lovbrudd. De første lovbestemmelsene kom i 1985 og har vært revidert i 1979, 2001 og sist i 2007.

Innsidehandel brukes ofte i media og dagligtale når det er ment ulovlig og dermed straffbar innsidehandel, se punkt 2.6. Innsider brukes hyppig om det som loven betegner som «primærinnsider» og disse har en særskilt undersøkelsesplikt før de kan handle jf. vphl. § 2-6 første ledd.

Vphl. § 2-1 ble gjennomgripende endret ved lov 15. juni 2001 nr. 43, jf. Ot.prp. nr. 80 (2000-2001). Kravet til opplysningenes karakter ble endret fra å gjelde «presise og fortrolige opplysninger», til opplysninger «som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet». Også kravet til kurspåvirkning ble endret, ved at et krav til vesentlighet ble opphevet. Dette innebærer at handleforbudet omfatter tilfeller der innsideopplysningen er «egnet til å påvirke kursen» på de finansielle instrumentene. Tidligere var det bare opplysninger som var egnet til å påvirke kursen vesentlig som var omfattet av definisjonen. Formålet med endringene var å effektivisere, klargjøre og skjerpe forbudet mot ulovlig innsidehandel mv.¹⁸

¹⁷ Smith. TfR 1983 side 146.

¹⁸ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005): Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet mv.)

Den gjeldende verdipapirhandellov av 2007 avløste den forrige av 19. juni 1997 og gjennomførte/inkorporerte EUs take-over-direktiv, transparency-direktiv og MiFID gjennom en fullstendig revisjon av lovteksten. Enkelte deler er imidlertid videreført og ikke endret, ref. punkt 3.3.

Utviklingen har gått fra at selskapene bare skulle offentliggjøre fakta til at de nå også kan være pliktige til å opplyse om forhandlinger mm.

Stordrange bemerker i en parentes¹⁹ at Norge siden straffeloven av 1902 trådte i kraft «har hatt regler i strl. § 273 som kunne anvendes mot dette, [men at det] synes å ha gått upåaktet hen.» Avtaleloven av 1918 § 33 (strider mot redelighet og god tro å gjøre avtalen gjeldende, fordi den ene part har informasjon/opplysninger som den andre ikke har) og § 36 (urimelig eller være i strid med god forretningsskikk) vil kunne brukes til å fastslå at avtaler er ugyldige, når det er snakk om at en forretningspartner har «lurt» den andre. Handel med verdipapirer stiller helt spesielle krav og krever derfor spesialregler.

Med etableringen av Økokrim er etterforskningsapparatet blitt sterkere og også enkelte politidistrikt som Oslo og Stavanger har etablert egne økonomiavsnitt.

Vi har etter hvert fått en del domfellelser for brudd på reglene for innsidehandel, særlig i de siste ti år. Den første var den såkalte Peppes Pizza-dommen i 1995. Det var en av porteføljeforvalterne i forsikringsselskapet Vesta som ble dømt for ulovlig innsidehandel med Peppes Pizza-aksjer til betinget fengsel i seks måneder og å betale kr 40.000 i bot.

Inntil februar 2003 hadde det kun vært oppe fire innsidesaker for retten.

¹⁹ Stordrange. Side 128.

Den hittil strengeste innsidedommen falt i Stavanger tingrett 15.11.2012 og ga ni års fengsel (og en halv million kroner i saksomkostninger) for hovedmannen i den såkalte Acta-saken for bl.a. tre tilfeller av innsidehandel. Han hadde vært primærinnsider i hele tiltaleperioden. Saken er anket og kommer opp til ny behandling i 2014.

2 Innsidebegrepet

Jeg vil i det følgende drøfte det materielle innholdet i bestemmelsene om innsidehandel – og se legaldefinisjonene i lys av nyere praksis.

2.1 Innledning

De sentrale lovbestemmelser om innsidehandel finnes i lov om verdipapirhandel av 29. juni 2007 nr. 75 (verdipapirhandelloven/vphl.), i kapittel 3 (generelle atferdsbestemmelser), kapittel 15 (tilsyn) og kapittel 17 (sanksjoner).

Lovens formål fremgår av vphl. § 1-1: «... å legge til rette for effektive, velordnede og til-
litsvekkende markeder for finansielle instrumenter.» I vphl. § 22 slås det fast følgende ge-
nerelle krav: «[r]egulert marked skal drive sin virksomhet med tilbørlig hensyn til prinsip-
per om effektivitet, nøytralitet og likebehandling av aktører samt for å sikre at markedet
har god gjennomsiktighet og at kursnoteringen gjenspeiler de noterte instrumentenes mar-
kedsverdi.»

Med «norsk regulert marked» forstås jf. lov om regulerte markeder av 29. juni 2007 nr. 74
(børsl.) § 3 første ledd: «... foretak ... som beslutter opptak til handel av finansielle instru-
menter på markedet, og som organiserer eller driver et multilateralt system som legger til
rette for regelmessig omsetning av noterte instrumenter i samsvar med lov, forskrift og
objektive handelsregler fastsatt av markedet selv.» jf. § 2 første ledd, første setning: «Lo-
ven gjelder virksomhet som regulert marked i Norge.»

Uttrykket «markedet» har sitt utspring i forestillingen om at all handel foregår på en mar-
keds plass. I tidligere tider møttes gjerne selger (tilbyder) og kjøper (mottaker) på et torg
hvor handelen fant sted. Dvs. de måtte være til stede på samme sted samtidig, og det som
ble kjøpt og solgt ble fremvist der. Nå til dags foretas handlene mer abstrakt. De handlende
er ofte ikke samme sted, og de trenger ikke å kjøpe/selge samtidig heller. Det som de skal

kjøpe/selge har kanskje ikke en gang materialisert seg ennå, som opsjoner og andre avledede produkter.

Med «*utstederen av disse*» menes selskapet som oppretter salgbare «biter» av enten selskapets egenkapital (eller låneportefølje), eller av produkter avledet eller satt sammen av disse. Når det gjelder «*andre forhold*» er det en henvisning til opplysninger, som ikke trenger å ha noe direkte med selskapet selv å gjøre, men kan f.eks. være gunstige forskningsresultater hos en konkurrent. I og med at lovteksten sier «eller» er det tilstrekkelig at ett av ovenstående vilkår er oppfylt.

Det generelle forbudet står i vphl. § 3-3 og har som overskrift: Misbruk av innsideinformasjon. Dette vil jeg komme nærmere tilbake til under punkt 2.7.

Vphl. § 3-4 gir regler om taushetsplikt og aktsom/tilbørlig håndtering av innsideinformasjon i preventiv hensikt jf. også § 3-5 med krav listeføring av personer med innsideinformasjon, og § 3-6 om undersøkelsesplikt for visse tillitsmenn og ledende ansatte m.fl. – de såkalte handler «primærinnsiderne». § 3-7 stadfester at har man innsideinformasjon er man underlagt forbud mot rådgivning knyttet til det aktuelle finansielle instrument.

Hva som menes med «*finansielle instrumenter*» fremgår av vphl. § 2-2 og omfatter omsettelige verdipapirer, verdipapirfondsandeler, pengemarkedsinstrumenter, derivater. Da er f.eks. valuta ekskludert. Disse er igjen nærmere definert nærmere i § 2-2 annet til femte ledd. Hvilke «*finansielle instrumenter*» som omfattes av innsidehandelsforbudet følger av vphl. § 3-1 første ledd, nemlig «finansielle instrumenter som er eller søkes notert på norsk regulert marked». Fremstillingen er i det følgende begrenset til reglene som gjelder aksjer.

Hoveddefinisjonen av innsideinformasjon står i vphl. § 3-2 første ledd hva gjelder finansielle instrumenter. Uttrykkene «*presise opplysninger*» og «*egnet til å påvirke kursen [...]* merkbart» defineres nærmere i henholdsvis annet og tredje ledd. I tillegg kreves det at informasjonen «*ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet*».

2.2 Presise opplysninger

Hva kvalifiserer til «*presise opplysninger*»? Det avgrenses mot løse rykter/spekulasjoner.²⁰ Det er en glidende skale fra at opplysningen er usikker, f.eks. om at det kanskje igangsettes forhandlinger om en fusjon mellom to selskaper, til at informasjonen, som hvis den medfører riktighet er såkalt «kurssensitive»? Det at opplysningene er nøyaktige og gir uttrykk for klar informasjon, er nødvendigvis ikke tilstrekkelig. De må ha en viss grad av tilknytning til virkeligheten – ha en sannhetsgehalt. Det hevdes at det kreves en viss kvalifisering i form av en sannsynlighetsovervekt, iallfall etter definisjonen i MAD²¹, mens den norske lovteksten ikke er så streng. For det første må ikke det informasjonen indikerer nødvendigvis gå i oppfyllelse. Det kan først fastslås i etterkant av begivenhetenes gang. For det andre er det slik forholdene fremtrer på investors bestemmelsestidspunkt, som er avgjørende. Heller ikke kan det innfortolkes en betingelse om kurspåvirkningspotensialets størrelse, men det må være en mulighet for kursendring.

Innenfor EU/EØS har det vært direktekrav til forbudsbestemmelser for primærinnsidere siden 1989 i det såkalte «Marked Abuse-direktivet» (MAD). Det innebar en fullharmonisering av regelverket om innsidehandel.

De viktigste forarbeidene er de som behandler implementeringen av MAD og MiFID i nasjonal rett. I følge forarbeidene²² innebærer ikke endringer som er gjort i definisjonen ved gjennomføringen av MAD artikkel 1 nr. 1 og første kommisjonsdirektiv artikkel 1 noen endring i forhold til dagjeldende rett. Norge hadde allerede en meget vid definisjon av innsideinformasjon. Ordet «presis» var fjernet fra definisjonen ved en lovendring i 2001, og ble gjeninnført i forbindelse med MADs gjennomføring i norsk rett, men innebærer altså

²⁰ NOU 1996:2 side 57

²¹ Bergo. Side 272.

²² Ot.prop. nr. 12 (2004-2005) s. 141.

ikke noen realitetsendring, for norske myndigheter har lagt vekt på at terskelen for hva som oppfattes som innsideinformasjon ikke er blitt høyere. MAD gir en overordnet ramme.

EU-domstolen, «Anden Afdeling», tok i Daimler-dommen (i tysk versjonen «Urteil») den 8. juni 2012 prejudisielt stilling til, i forbindelse med at administrerende direktør i Daimler vurderte å trekke seg før åremålet var utløpt, to interessante problemstillinger. Det første spørsmål var hvorvidt de enkelte trinn i en prosess er «*presis informasjon*». EU-domstolen konkluderte med at de mellomliggende trinn i en prosess kan være innsideinformasjon, når disse i seg selv er kursrelevante.

Norsk rett blir formodentlig ikke påvirket av dette. Praksis hos norske utstedere/børsnoterte selskap vedrørende informasjonsplikten er at de regelmessig ber Oslo Børs om utsatt offentliggjøring av informasjon om pågående prosesser. Noe som ble bekreftet og karakterisert som hovedregelen av advokaten hos Aker Solution.

Det andre spørsmålet domstolen tok stilling til var hvilke krav til sannsynlighet som følger av formuleringen «*indikerer at en eller flere omstendigheter eller begivenheter [...] med rimelighet kan ventes å inntreffe*». Her kom domstolen til at det må være en reell mulighet for at omstendigheten(e) eller begivenheten(e) vil inntreffe og videre at denne sannsynligheten ikke kan sees i sammenheng med kurspåvirkningskravet. Det er to adskilte vilkår.

Dette andre spørsmålet ble vurdert i Børsklagenemndens avgjørelse 1-2013 - Intex Resources ASA. Saken gjaldt spørsmålet om Intex Resources hadde plikt til å informere markedet om at de forhandlet om inngåelse av Memorandum of Understanding/en intensjonsavtale eller om informasjonsplikten først inntraff idet avtalen ble signert.

Først tok nemnden stilling til om informasjonsplikten og handleforbudet inntreffer samtidig, og svarte bekræftende på det. Drøftelsen er meget interessant.

Deretter tok nemnden stilling til på hvilket tidspunkt innsideinformasjonen oppsto, herunder kravet til sannsynlighet for at den mellomliggende omstendighet vil inntre. Nemnden uttalte: «Hva som er innsideinformasjon må baseres på en vurdering av kursrelevansen knyttet til hvert identifiserbart sted i forhandlingsprosessen, herunder om det på et stadium før offentliggjøring var en realistisk mulighet for å nå frem til en avtale, og om dette i seg selv kunne antas å ha en kursmessig relevans i lys av den aktuelle avtalens betydning for selskapet og markedets forventninger.» Og videre la nemnden til grunn at «selskapene må foreta en vurdering av kursrelevansen av de fremtidige begivenheter som fremstår å ha sannsynlighetsovervekt». Med dette slo Børsklagenemnden fast at kravet er sannsynlighetsovervekt.

2.3 Merkbart

Loven definerer opplysninger som har «merkbar[]» påvirkning på kursen som «*opplysninger som en fornuftig investor sannsynlig vis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning*». Hvis det ikke er sannsynlig at en fornuftig investor ville bruke opplysningene som en del av sin investeringsbeslutning, er det ikke innenfor definisjonen av innsideinformasjon i vphl.s forstand. Hvem er så en «fornuftig investor»? Det trenger ikke å være en såkalt profesjonell deltager i verdipapirmarkedet. Det er en alminnelig, gjennomsnittlig person, som er tenker rasjonelt, i betydningen av at hvis vedkommende har fått en opplysning som kan få betydning for kursen på aksjemarkedet, vil den rimeligvis inngå i vedkommendes beslutning om å handle.

MAD med implementeringsdirektivet definerer «innsideinformasjon», men den norske regelen i vphl. § 3-2 som definerer innsideinformasjon strider mot direktivet på flere punkter. Da det er et fullharmoniseringsdirektiv, og lovgiver generelt har forutsatt at norsk rett skal samsvare med direktivet, må det i tilfelle *motstrid* tolkes i samsvar med direktivet.

MAD artikkel 1 definerer innsideinformasjon som «likely to have a significant effect on the prices» som innebærer krav til *sannsynlighetsovervekt* for en *sterkere* kurspåvirkning, noe som ikke fremgår av den norske definisjonen.

Direkte oversettelse av «significant effect» er etter Bergos syn «signifikant virkning» eller bedre «betydningsfull virkning» og egentlig «vesentlig virkning». Han mener at «merkbar» er feil, for svakt, og at endringen må være betydningsfull, med den konsekvens at MAD må slå i gjennom.

I høyesterettsdommen «Nettavisen-saken» inntatt i Rt. 2012 side 629 ble forståelsen av begrepet «innsideinformasjon» og om det finnes et krav til kvantifiserbar («merkbar») kurspåvirkningseffekt av innsideinformasjonen i tillegg til «den fornuftige investor-testen» satt på spissen. Riktignok gjaldt det verdipapirloven fra 1997 § 2-2, men den er videreført i gjeldende vphl. 3-3. Dommen slår fast at underdefinisjonen i den såkalte «fornuftig investor-testen» er uttømmende som kriterium for om det foreligger innsideinformasjon, og om merkbart-kriteriet er oppfylt. Det utgjør ikke et tilleggsvilkår i definisjonen.

Høyesterettsdommer Kristin Aarum konkluderer med det hun mener er en riktig lovanvendelse av lagmannsretten:

- «(57) Om legaldefinisjonen i verdipapirhandelloven 1997 § 2–2 første jf. tredje ledd uttaler lagmannsretten følgende:
- «Definisjonen utgjør en objektivisert rettslig standard, hvor det er tilstrekkelig med sannsynlighetsovervekt. Anvendelsen skal skje uavhengig av hvilken virkning opplysningen faktisk får når innsideopplysningen blir offentlig kjent, *selv om dette kan være ett etterprøvingsmoment i en samlet vurdering*. Denne vurderingen vil måtte baseres på innholdet i de opplysningene som retten har funnet bevis for i den enkelte sak. Opplysningen må bare utgjøre en del av beslutningsgrunnlaget for å handle. Det vil si at retten skal foreta en prøving av om en gitt og presis innsideopplysning er sensitiv eller viktig nok til at den får den alminnelige fornuftige investor til å reagere på den. *Som aktor har anført er det nok at investoren sannsynligvis vil bruke opplysningene som en del av sitt beslutningsgrunnlag, dersom han ser at den sannsynligvis vil utløse en gevinst*. Noen virkning utover dette krever definisjonen ikke. *Merkbarhetskriteriet har etter dette ikke et selvstendig innhold og utgjør ikke noe tilleggsvilkår i forhold til definisjonen*» (min utheving).»

Det er vanskelig å avgjøre gradsforskjellen mellom en sannsynlighetsovervekt og en signifikant sannsynlighetsovervekt for hvor presis en opplysning skal være før den faller innenfor definisjonen. Aktor i saken mente det var håpløst å angi hvordan det skulle tallfestes. Skulle man i så fall angi det i prosent eller beløp, spurte han, og Høyesterett fulgte ham.

2.4 Offentlig eller allment kjent

Når opplysninger er «*offentlig tilgjengelig eller allment kjent*», er de ikke lenger innsideinformasjon. Måten de blir det på er ikke avgjørende. Den sikreste måten er å sende inn informasjon til Oslo Børs eller annen adekvat markedsplass – i kraftmarkedet Nasdaq OMX Oslo (tidligere NordPool). «[O]ffentlig tilgjengelig» informasjon er også det som offentliggjøres av Reuters eller andre elektroniske nyhetstjenester, som Hegnar Media og avisenes nettsider. «[A]llment kjent» kan beskrives som det som alle burde vite og fått kjennskap til, hvis de ønsket å sette seg inn i saken, eller det kan defineres som informasjon, som den fornuftige investor normalt ville være oppdatert med. Uansett grenser det opp mot «*offentlig tilgjengelig*» som er kjernen i forståelsen av begrepet og er nesten det samme.

2.5 Misbruk av innsideinformasjon

Vphl. § 3-3 annet ledd sier at «*bare misbruk*» av innsideinformasjon er ulovlig jf. første ledd, dvs. at tegning, kjøp, salg og bytte eller tilskyndelse av slike disposisjoner må ikke gjøres av noen som har innsideinformasjon slik det er definert i vphl. § 3-2. Herav følger at ikke all innsidehandel er ulovlig og dermed straffbar. Det kan f.eks. tenkes at en opplysning tilfredsstiller vilkårene i § 3-2 bortsett fra at «den fornuftige investor» i tredje ledd sannsynligvis *ikke* ville benytte den «som en del av sitt beslutningsgrunnlag for sin investeringsbeslutning».

2.6 Forpliktelser for den som får eller har kjennskap til innsideinformasjon

I tillegg til handleforbudet, se punkt 2-5, har den som måtte besitte innsideinformasjon «*taushetsplikt*» overfor «*uvedkommende*». Dessuten plikter vedkommende å vise «*tilbørlig aktsomhet*», og de som profesjonelt i kontakt med slike opplysninger må ha rutiner for sikker behandling av dem.

Konsernjuridisk avdeling i Aker Solution har satt opp en innsidepolicy, som ligger tilgjengelig for alle ansatte på intranettet, som gjengir retningslinjer i lov og forskrifter. Policyen gjør for det første oppmerksom på det ansvar loven oppstiller for den enkelte og for selskapet, videre er det regler for dokumentbehandling og annet f.eks. ikke føre telefonsamtaler med åpen dør om informasjon som kan være kurssensitiv, heller ikke snakke med noen internt som ikke har legitim interesse. Det er forbud mot day-trading. De ansatte skal ikke foreta seg noen som kan bli kursdrivende. Aker Solution har eget innsideteam med medlemmer fra konsernjuridisk avdeling og Investor Relation-avdelingen. De må være profesjonelle og «ha orden i sysakene». Primærinnsiderne har ekstra regler og er registrert på børsen. Disse har en egen meldeplikt jf. vphl. § 4-1. Det er absolutt handleforbud – fra kvartalsslutt til kvartalstallene er offentliggjort (i henhold til selskapets finansielle kalender).

Den største utfordringen for det børsnoterte selskapet er å vite når noe er innsideinformasjon – når den er oppstått. Det betegnes som «*rød periode*». Ved kontraktsforhandlinger settes det opp lister jf. vphl. § 3-5. Og det anmodes om å holde slik informasjon i en liten, eng krets. Hvis tidshorisonten er kort er det enklere, for det blir vanskeligere dess lenger man venter – kretsen blir større og sjansen større for at informasjonen tilflyter uvedkommende.

Så snart utstederen er klar over at det har skjedd en begivenhet eller at det er hendelser som kan komme til å påvirke kursen av verdipapiret, har utsteder plikt til «*uoppfordret og umiddelbart*» å offentliggjøre det jf. vphl. § 5-2. Helst på markedsplassen dvs. Oslo Børs.

Offentliggjøring /«allmenn bekjentgjøring» kan også skje ved at det blir offentlig tilgjengelig via dagspressen/nettavisar eller media for øvrig; radio, fjernsyn.

2.7 Tilsyn

Finanstilsynet (i henhold til vphl. § 15-1) og dets europeisk samarbeidsorgan fører tilsyn med børsene, verdipapirforetakene, registrerings- og oppgjørssentralene. Hvis et regulert marked har grunn til å anta at det er handlet i strid med vphl. skal det «meddeles Kredittilsynet» i.e. Finanstilsynet, står det i fjerde ledd. Norge var tidlig ute med et administrativt tilsyn sammenlignet med mange andre land.

I 2011 ble et stort antall saker for mulige brudd regelverket undersøkt. Ni saker der det forelå mistanke om ulovlig innsidehandel eller brudd på taushetsplikt ble anmeldt. Finanstilsynet ila samme år fjorten overtredelsesgebyr for brudd på flaggeplikt og tretten for brudd på meldeplikt.

2.8 Sanksjoner

Fromme ønsker om at ingen skal utnytte kursdrivende innsideinformasjon, er ikke nok, vi må ha sanksjoner. Det har erfaringer fra bl.a. Frankrike og Sverige vist. Hjemmelen for straff for overtredelse av vphl. § 3-3 første ledd er § 17-3 første ledd med en strafferamme på bøter eller fengsel i inntil seks år, og ansees som en forbrytelse jf. fjerde ledd. (Tidligere risikerte man både bot *og* fengsel.) Skyldkravet er enten uaktsomhet eller forsett. I Rt. 2007 side 275 uttaler Høyesterett at av allmennpreventive hensyn bør fengselsstraffen gjøres ubetinget jf. også femte ledd.

Men hvorfor så streng straffereaksjon? Formålet er å beskytte store samfunnsmessige interesser. Det er ofte vanskelig å bevise at det har forekommet innsidehandel. Oslo Børs' overvåkingssystem kan ha registrert uforklarlige, markante kursoppganger i forkant av en posi-

tiv nyhet for en utsteder, men ikke uten videre konstatere hvorfor det skjer.²³ Likevel kommer stadig flere saker opp, og selv om retten må sette sammen mange biter i en helhetsvurdering av bevisbildet kan det bli domfellelse, som i Borgarting lagmannsretts dom (LB-2011-133290), der en aksjemekler ble dømt for hele fem ganger å ha overtrådt forbudet mot misbruk av innsideinformasjon og tilskyndelse av slike disposisjoner.

Det er for å understreke alvoret at det medfører strenge sanksjoner å bryte forbudet.

Børsklagenemnden er oppnevnt av Finansdepartementet for å avgjøre klager på vedtak truffet av Oslo Børs. Børsforskriften kapittel 26 angir regler om klagenemndens sammensetning og virksomhet, og videre frister, innholdet av klage, tilsvare og muntlig forhandling.

²³ Seksjonssjef Geir Holen, Finanstilsynet.

3 Konklusjoner, rettspolitiske betraktninger, de lege ferenda

Hva skjuler seg bak innsidebegrepet? Innsidehandel har fått en presis definisjon i vphl., som dog må tolkes i det enkelte tilfelle med hensyn til helheten i omstendighetene.

Hvem er innsider? En person som har kunnskap som beskrevet i vphl. § 3-2. I en særstilling står primærinnsidere, som etter vphl. § 3-6 har spesielle plikter.

Hvordan har det utviklet seg over de tre siste ti-årene, hva og hvordan er reglene?

Fra knapt å ha et norsk uttrykk for det til å være en anerkjent størrelse.

Hvor hører de hjemme i det rettslige landskapet? I spennet mellom privatrett og strafferett.

Hvordan ser rettskildebildet ut? Vi har fått mange dommer som belyser hvor grensene går.

Hva er hensynet bak reglene og hvilke teorier ligger til grunn? Et velfungerende aksjemarked av hensyn til en god forvaltning av samfunnsressursene – og aktørene på verdipapirmarkedet.

Reiser tolkningen av reglene – også i lys av EU/EØS-retten – særlige problemer? Ja, pga. fullharmoniserte direktiver på verdipapirrettens område som norsk rett må ta hensyn til.

Hva er utfordringene for aktørene i verdipapirmarkedet for at de ikke skal trå feil?

Når noen har fått innsideinformasjon er konsekvensen at det oppstår et momentant handleforbud for vedkommende. Samtidig må ikke slik informasjon spres til uvedkommende jf. vphl. § 3-4. Etter vphl. § 3-7 har f.eks. meglere som har innsideinformasjon heller ikke har de lov til å gi råd om handel med de aktuelle papirene.

Hvorfor er innsidehandel straffbart? Først og fremst pga. avskrekkingseffekten. Innsidehandel er uønsket adferd og samfunnets sanksjonsmulighet er bl.a. å idømme straff.

Hvorfor må vi så ha regler mot innsidehandel? I et intervju publisert 8. januar 2013 på DN.no med professor Petter Gottschalk ved Handelshøyskolen BI hevder han at det er bortkastede ressurser å etterforske og straffe innsidehandel. Han mener at innsidehandel bør være lov og at vphl. bare er «tull». Den som er med på pengeleken bør tåle penges-
teken, og det er de andre aksjonærene, sier han.

Gottschalk mener at det å definere hva som er innsidehandel er håpløst. For å belegge påstanden trekker han frem rettssaken mot den tidligere konsernsjefen, som også var storaksjonær i Eltek. Han hadde kjøpt aksjer i Nera rett før Eltek kjøpte selskapet, men ble frikjent for innsidehandel.

BI-professoren mener at man må akseptere at folk benytter seg av den kunnskapen de har, såkalt asymmetrisk informasjon, når de «jager profitt i aksjemarkedet». - Vi kan ikke prøve å passe på hva folk vet og hva de har i hodene sine. Det synes jeg er helt unødvendig å bruke politiressurser på, sier Gottschalk.

Det ser ut som om professoren ikke legger særlig vekt på verdipapirmarkedets evne til å stille kapital til rådighet for viktige samfunnsoppgaver. Men han påpeker at f.eks. småaksjonærer som investerer i enkeltaksjer kan få problemer med å få tilgang til viktig informasjon og dermed bør de kanskje komme seg over i aksjefond. Han mener at man også kan ha sivilrettslige regler som sikrer tilgang på informasjon selv om man avkriminaliserer innsidehandel. Uansett kan man ikke opprettholde at folk må gå i fengsel og hevde at ellers vil ikke kapitalismen fungere. Man setter folk i fengsel fordi de har rammet noen andre, slår Gottschalk fast.

Professor Emeritus Henry G. Manne, Georg Mason University, lanserte i 1966 en teori om at å tillate innsidehandel vil kunne virke som en incentivordning for ansatte i utstedersel-

skapene. En annen hypotese for å tillate innsidehandel er at prisingen av verdipapirene vil bli mer effisient (reell) og raskere ut fra tankegangen om at innsidere vil kjøpe og selge ut ifra den korrekte informasjonen de har tilgang til om selskapet. Imidlertid har disse teoriene møtt på til dels store motforestillinger, og innsidehandel er gjort straffbart i alle velfungerende verdipapirmarkeder verden over.

De to største utfordringene i forbindelse med innsideinformasjon på verdipapirmarkedet er å konstatere tidspunktet for når en opplysning går fra ikke å ha noen påvirkningseffekt på kursen til at den får slik effekt, og å bevise at noen har handlet etter at de har fått slik informasjon. Rettspraksis viser at sakene ofte er svært kompliserte og ressurskrevende, og at etterforskningen blir omfattende og tar lang tid, slik som i den enstemmige dommen fra Borgarting lagmannsrett der aksjemegleren fikk omgjort et år av dommen til betinget fengsel, fordi det hadde gått syv år fra den første overtredelsen til pådømmelse.²⁴

I Intex Resources-saken hadde Oslo Børs' styre opprettholdt et vedtak om illeggelse av bot for brudd på plikten til å informere markedet etter vphl. § 5-2 første ledd. Etter behandlingen i Børsklagenemnden ble denne boten enstemmig opphevet. Det viser at reglene kan være vanskelig å praktisere.

Lucy Smith sa: «Man kan ikke stoppe igjen alle huller når det gjelder misbruk av fortrolig selskapsinformasjon. Men man kan ved lovgivning gjøre misbruket vanskeligere, gjøre risikoen for å bli oppdaget større og gjøre konsekvensen av slik adferd alvorligere. Det aller viktigste i denne forbindelse er imidlertid å søke å oppnå at de som har særlig tilgang til interne selskapsopplysninger, blir klar over at [innsidehandel] ikke bare er uetisk, men i høy grad rettsstridig.»²⁵

²⁴ LB-2011-133290

²⁵ Smith. Tfr 1983. Side 162.

Og med en lett omskriving av slutten av hennes prøveforelesning tiltredes herved følgende:
«Dette er et viktig ledd i arbeidet for et ordnet verdipapirmarked der småinvestorer, innsidere og institusjonelle investorer så langt som mulig har samme adgang til relevante opplysninger.» Alle innbyggere i Norge bør være interessert i at det slår til også i det store utlandet for Statens pensjonsfond utland.

4 Litteraturliste og øvrige kilder

- Andenæs, Johs.:** *Formuesforbrytelsene*. 6. utgave. Universitetsforlaget 1996.
- Andenæs, Johs.**, samlet utgave ved Kjell V. **Andorsen**: Spesiell strafferett og formuesforbrytelser. 2. utgave. Universitetsforlaget 2009
- Andenæs, Mads T.:** *Straffbar innsidehandel* i Morten Eriksen (red.): Økonomisk kriminalitet bind 2: Universitetsforlaget 1991
- Andenæs, Mads T. og Wolldridge:** *European Comparative Company Law*. Cambridge University Press 2009, opptrykk 2011.
- Arnesen, Finn og Are Stenvik:** Internasjonalisering og juridisk metode. Universitetsforlaget. 2009
- Bergo, Knut:** *Børs- og verdipapirrett*. Cappelen Damm AS, Oslo 2008
- Bråthen, Tore:** *Selskapsrett*. 3. utgave, 2. opplag. Fokus forlag. Universitetsforlaget 2011
- Christiansen, Erling:** *Materialsamling i børs- og verdipapirrett*. 15. utgave. Advokatfirmaet Schjødt 2012.
- Eide, Erling:** *Kriminaløkonomi*. Rogaland Mediesenter 1994.
- Grøndal, Karl-Anders:** *Selskapers handel med egne aksjer*. J.W. Cappelens Forlag AS, Oslo 2007
- Hagstrøm, Viggo:** *Obligasjonsrett*. 2. utgave. Universitetsforlaget. 2011.
- Manne, Henry G.:** *Insider Trading and the Stock Market*. 1966
- Olsen, Anders Berg:** *Økonomisk kriminalitet*. Universitetsforlaget 2007.
- Reed, Bjørn Gabriel:** *Straffbar innsidehandel*. Ad Notam Gyldendal 1996
- Smith 1988, Lucy:** Kampen på aksjemarkedet. Universitetsforlaget 1987
- Smith 1981/83, Lucy:** Tidsskrift for rettsvitenskap 1983, side 145 flg.: *Om misbruk av interne opplysninger ved aksjeomsetning – såkalt «insider trading»*. Universitetsforlaget
- Stordrange, Bjørn:** **Forbrytelser mot vårt økonomiske system. Utroskap, bestikkelser og investorbedrageri**. 2. utgave. Fagbokforlaget 2007.
- Sæbø, Rune:** *Innsidehandel med verdipapir*. Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke 1995
- Svedberg, Johan:** *Begrepet innsideinformasjon*. Tidsskrift for forretningsjus. 2007 nr. 2

www.sechistorical.org

http://en.wikipedia.org/wiki/SEC_Rule_10b-5

<http://europolov.no/rettsakt/markedsmisbruksdirektivet-om-innsidehandel/id-3055>

[http://www.finanstilsynet.no/Global/Venstremeny/Rundskriv_vedlegg/2011/4_kvartal/Run
dskriv_28_2011.pdf](http://www.finanstilsynet.no/Global/Venstremeny/Rundskriv_vedlegg/2011/4_kvartal/Run
dskriv_28_2011.pdf)

<http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Handel/Markedsovervaaking/Innsidehandel>

[NTB – redaksjonen](#)

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/jd/dok/nouer/2001/nou-2001-32/17/1.html?id=378907>

[http://www.akersolutions.com/en/Global-menu/Investors/Corporate-
governance/Shareholder-policy/](http://www.akersolutions.com/en/Global-menu/Investors/Corporate-
governance/Shareholder-policy/)

<http://www.statoil.com/no/investorcentre/pages/default.aspx>

Advokatfirmaet Schjødt DAs hjemmeside

Forelesninger i selskapsrett spesialfag UiO våren 2012 ved professor Mads T. Andenæs og våren 2013 ved professor Beate Sjøfjell.

Studentekskursjon 16. april 2013 til Oslo Børs. Foredrag om Børs- og markedsovervåking ved av Rasmus D. Woxholt.

Studentekskursjon 9. april 2013 til Verdipapirtilsynet: Presentasjon av Verdipapirtilsyn ved seksjonssjef Geir Holen.

Fulgte forhandlingene i Høyesterett (to halve dager 2012). Retten ble ledet av h.r.dommer Jens Edvin A. Skoghøy, dommen er skrevet av h.r.dommer Kristin Normann.

Lucy Smith i mail:

Men du må huske på at på det tidspunktet var dette et nokså ukjent begrep i Norge (men ikke i USA), slik at min artikkel har mer rettshistorisk betydning. Det har skjedd mye på dette området siden den gang.

Samtale med Investor Relations Officer Jesper Børs-Lind, I.R. i Statoil

Samtale med advokat Vegard Sivertsen i konsernjuridisk avdeling i Aker Solution